



2025年10月24日

超配

证券分析师

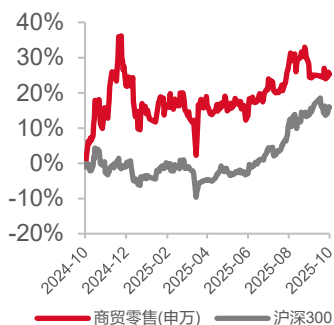
姚星辰 S0630523010001

yxc@longone.com.cn

证券分析师

吴康辉 S0630525060001

wkh@longone.com.cn



相关研究

1.8月社零同增3.4%，静待政策加码——8月社零报告专题

2.7月社零同增3.7%，CPI同比持平——7月社零报告专题

3.6月社零同增4.8%，国补品类增势良好——6月社零报告专题

9月社零同增3.0%，关注政策加码力度

——9月社零报告专题

投资要点：

- **9月社零同比增长3.0%**。2025年9月社会消费品零售总额41971亿元，同比增长3.0%，低于wind一致预期（+3.1%）。**1）分地域：县乡市场活力较强，乡村市场增速高于城镇。****1>城镇：**9月消费品零售额35783亿元，同比增长2.9%，增速较上月环比降低0.3个百分点。**2>乡村：**9月消费品零售额6188亿元，同比增速为4.0%，增速较上月环比降低0.6个百分点。**2）分渠道：线上消费持续向好，实体零售经营较稳定。****1>9月线上消费持续向好。**1-9月，网上商品和服务零售额和实物商品网上零售额累计分别同比增长9.8%和6.6%，增速较上月环比+0.2和+0.1pct。从当月值来看，网上商品和服务同比+3.39%，环比+0.01pct。**分品类来看，**9月网上零售额吃、穿、用分别累计同比增长15.1%、2.8%、5.7%，较上月增速环比+0.1pct、+0.4pct、持平。**2>实体零售经营平稳。**根据社零、网上商品及服务零售额推算，9月线下社零同比增长1.5%，较上月增速环比-0.5pct。
- **1）分商品及服务：餐饮增速回落至0.9%，商品增速维持稳健。****1>餐饮增速环比回落。**9月社零餐饮服务总额4509亿元，同比上涨0.9%，增速环比下降1.2pct。**2>商品零售增长稳定。**9月社零商品零售总额37462亿元，同比增长3.3%，增速环比下降0.3pct。**2）大类表现：消费政策效应边际减弱，地产后周期类增速放缓，可选、必选、其他类增速环比改善。**9月必选、可选、地产后周期、其他类零售额同比分别为+5.02%、+6.54%、+2.19%、+0.11%，增速分别较上月环比+0.27pct、+0.09pct、-1.07pct、+1.99pct。今年以来，在促消费各项政策措施共同作用下，商品和服务供给持续优化，消费需求稳步释放，但随着消费政策效应边际减弱，需关注后续稳增长预期力度。
- **CPI同比下降，PPI同比跌幅收窄，PPI-CPI剪刀差缩小。**2025年9月CPI同比下降0.3%（环比+0.1pct），主要受食品和能源价格下降影响。去掉食品、能源的核心CPI同比上涨1.0%（环比+0.1pct），涨幅连续5个月扩大，为近19个月以来涨幅首次回到1%。9月PPI同比-2.3%（环比+0.6pct），跌幅持续收窄，得益于宏观政策效果持续显现，煤炭加工、黑色金属冶炼和压延加工业等行业价格同比降幅持续收窄，9月PPI-CPI剪刀差为-2.0%（环比+0.5pct）。**1）分品类：食品类持续下行，非食品类价格五涨一跌。****1>食品类：**9月食品类价格同比下降4.4%，环比-0.1pct，其中猪肉和鲜菜为主要拖累项，分别同比-17.0%、-13.7%，影响CPI下降约0.26pct和0.35pct。**2>非食品类：**9月教育文化和娱乐、衣着、医疗保健、生活用品及服务、居住和交通通信分别同比+0.8%（环比-0.2pct）、+1.7%（环比-0.1pct）、+1.1%（环比+0.2pct）、+2.2%（环比+0.4pct）、+0.1%（环比持平）和-2.0%（环比+0.4pct）。
- **投资建议：1）9月社零烟酒类同比+1.6%，白酒逐渐筑底，当前白酒板块基本面预期较低，风险释放较为充分，关注行业持续调整后底部反弹机会。中长期来看，白酒行业竞争加剧，分化集中趋势不变，头部酒企在品牌壁垒和战略升级中不断扩大市场份额。个股建议关注高端酒和区域龙头。2）各电商“双十一”活动已开启，美容护理悦己属性强，Q4有望迎来边际改善；叠加国产替代化率不断提升，优质国货增长强劲，建议关注业绩确定性较强的核心龙头企业表现。**
- **风险提示：消费回暖不及预期风险；政策力度不及预期；竞争加剧的影响。**

正文目录

1. 整体社零：社零同增 3.0%，稳步增长.....	4
2. 分品类：地产后周期类增速放缓.....	6
3. 价格表现：CPI 同比下降，PPI 同比跌幅收窄	8
4. 就业情况：9 月失业率 5.2%，就业总体平稳.....	11
5. 投资建议	13
6. 风险提示	13

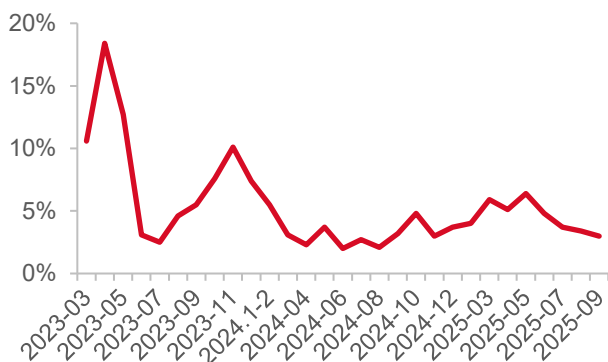
图表目录

图 1 近两年社会消费品零售总额同比增速	4
图 2 社会消费品零售总额累计同比增速	4
图 3 城乡社零同比增速	4
图 4 城乡社零同比增速环比变化情况	4
图 5 分渠道社零同比增速	5
图 6 线上社零累计同比增速	5
图 7 线上社零吃穿用累计同比增速	5
图 8 近两年社零商品零售同比增速	6
图 9 近两年社零餐饮收入同比增速	6
图 10 餐饮及商品零售对社零增长贡献比例	6
图 11 不同类型社零同比增速	7
图 12 CPI 及 PPI 当期值	9
图 13 CPI 及 PPI 同比增速环比变化情况	9
图 14 CPI 及 PPI 变化趋势	9
图 15 PPI-CPI 剪刀差变化趋势(pct)	9
图 16 分品类 CPI 当期值	10
图 17 食品类 CPI 当期值	10
图 18 分品类 CPI 同比增速环比变化情况 (pct)	11
图 19 2019 年至今城镇调查失业率	11
图 20 31 个大城市城镇调查失业率	12
图 21 不同户籍城镇调查失业率	12
图 22 2022 年以来不同户籍城镇调查失业率	12
图 23 农民工就业情况	13
表 1 社零各大类增速比较	7
表 2 社零数据细分小类增速比较	8

1.整体社零：社零同增 3.0%，稳步增长

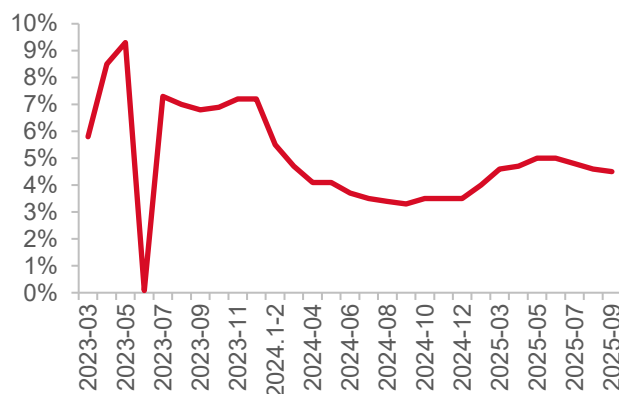
(1) 总体情况：9月当月同比增长 3.0%。2025 年 9 月社会消费品零售总额 41971 亿元，同比增长 3.0%，低于 wind 一致预期 (+3.1%)。

图1 近两年社会消费品零售总额同比增速



资料来源：wind，东海证券研究所

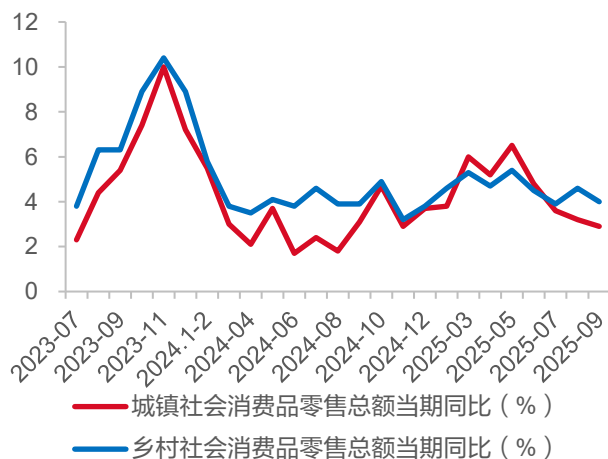
图2 社会消费品零售总额累计同比增速



资料来源：wind，东海证券研究所

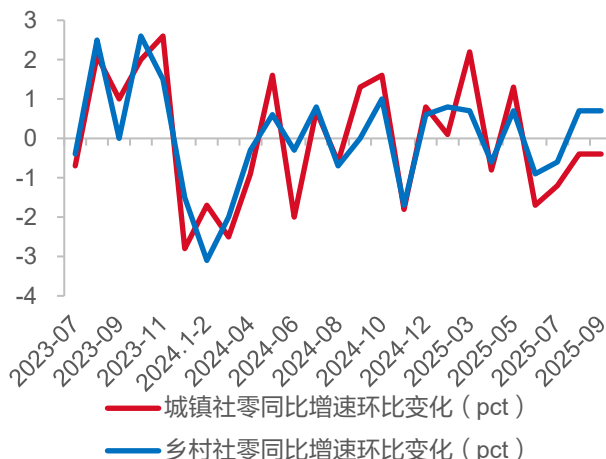
(2) 分地域：县乡市场活力较强，乡村市场增速高于城镇。1>城镇：9月消费品零售额 35783 亿元，同比增长 2.9%，增速较上月环比降低 0.3 个百分点。2>乡村：9月消费品零售额 6188 亿元，同比增速为 4.0%，增速较上月环比降低 0.6 个百分点。

图3 城乡社零同比增速



资料来源：wind，东海证券研究所

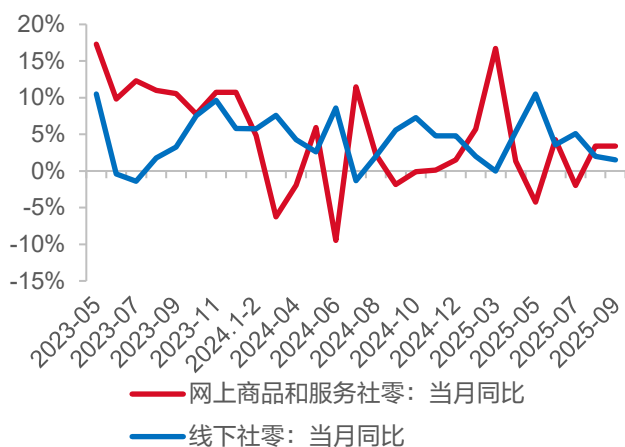
图4 城乡社零同比增速环比变化情况



资料来源：wind，东海证券研究所

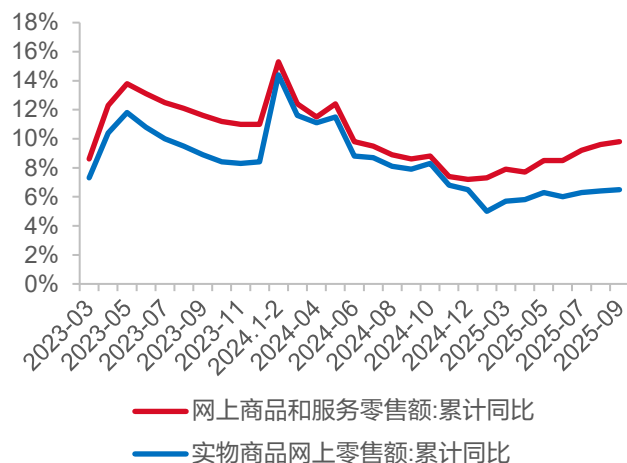
(3) 分渠道：线上消费持续向好，实体零售经营较稳定。1>9月线上消费持续向好。1-9月，网上商品和服务零售额和实物商品网上零售额累计分别同比增长 9.8%和 6.6%，增速较上月环比+0.2 和+0.1pct。从当月值来看，网上商品和服务同比+3.39%，环比+0.01pct。分品类来看，9月网上零售额吃、穿、用分别累计同比增长 15.1%、2.8%、5.7%，较上月增速环比+0.1pct、+0.4pct、持平。2>实体零售经营平稳。根据社零、网上商品及服务零售额推算，9月线下社零同比增长 1.5%，较上月增速环比-0.5pct。

图5 分渠道社零同比增速



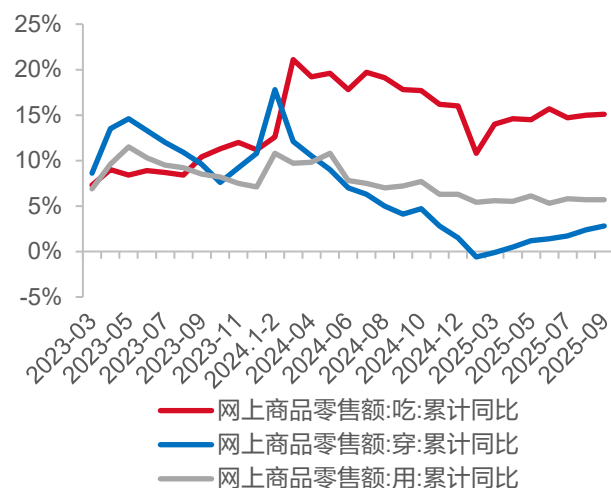
资料来源：wind，东海证券研究所

图6 线上社零累计同比增速



资料来源：wind，东海证券研究所

图7 线上社零吃穿用累计同比增速

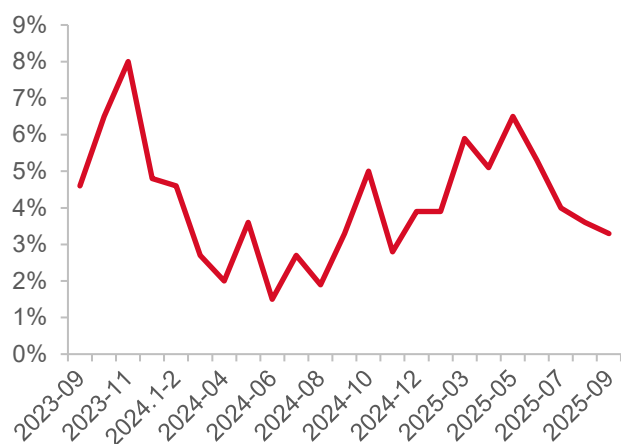


资料来源：wind，东海证券研究所

2.分品类：地产后周期类增速放缓

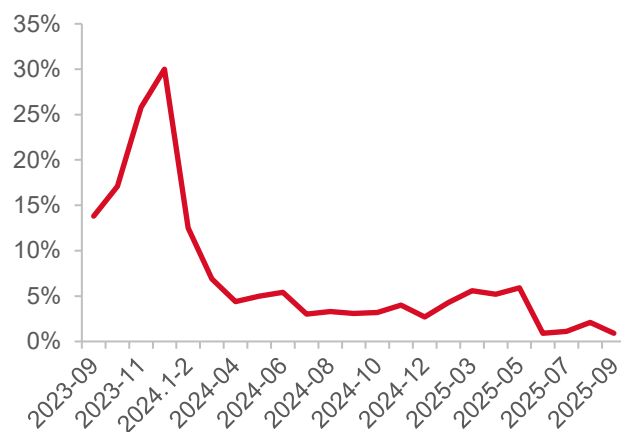
(1)分商品及服务：餐饮增速回落至 0.9%，商品增速维持稳健。1>餐饮增速环比回落。9 月社零餐饮服务总额 4509 亿元，同比上涨 0.9%，增速环比下降 1.2pct。2>商品零售增长稳定。9 月社零商品零售总额 37462 亿元，同比增长 3.3%，增速环比下降 0.3pct。

图8 近两年社零商品零售同比增速



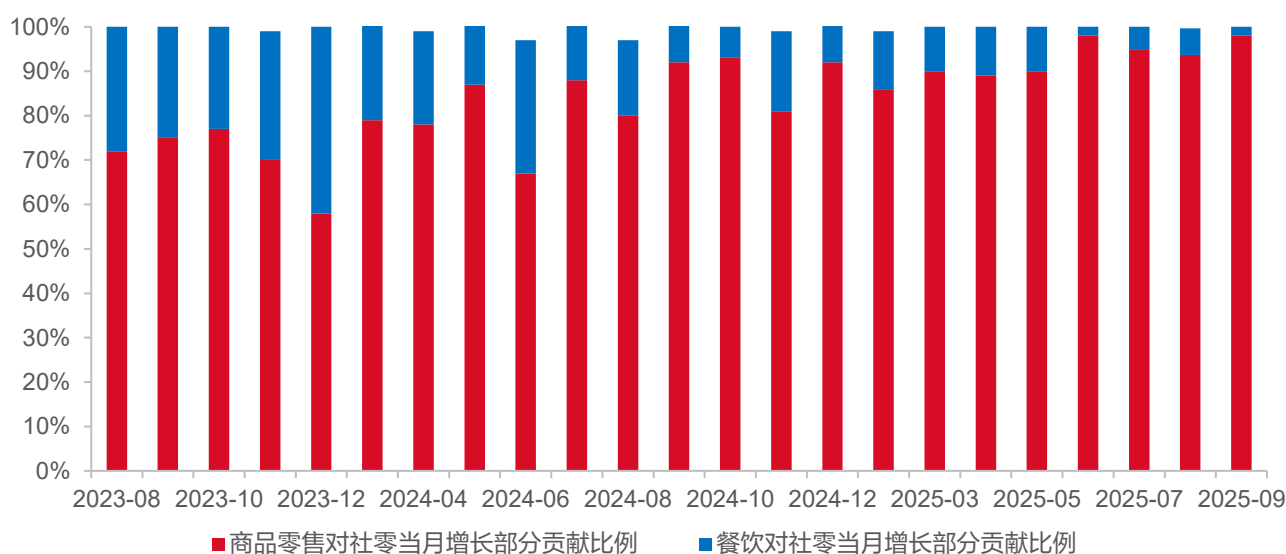
资料来源：wind，东海证券研究所

图9 近两年社零餐饮收入同比增速



资料来源：wind，东海证券研究所

图10 餐饮及商品零售对社零增长贡献比例



资料来源：wind，东海证券研究所

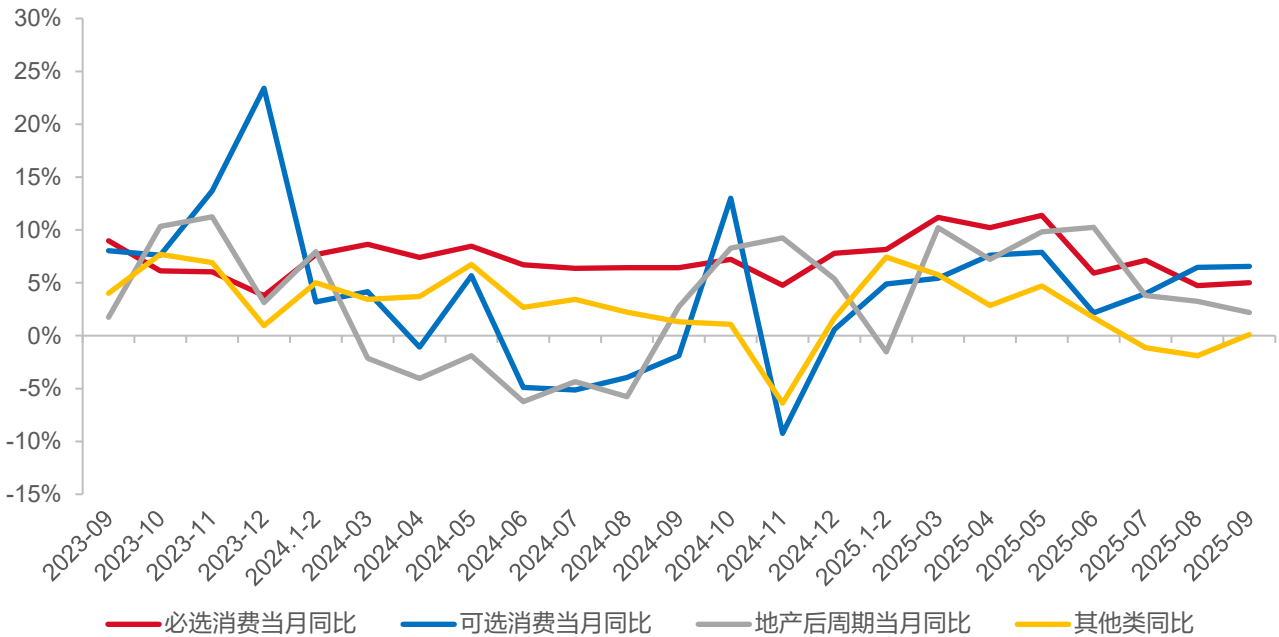
(2) 大类表现：消费政策效应边际减弱，地产后周期类增速放缓，可选、必选、其他类增速环比改善。9 月必选、可选、地产后周期、其他类零售额同比分别为+5.02%、+6.54%、+2.19%、+0.11%，增速分别较上月环比+0.27pct、+0.09pct、-1.07pct、+1.99pct。今年以来，在促消费各项政策措施共同作用下，商品和服务供给持续优化，消费需求稳步释放，但随着消费政策效应边际减弱，需关注后续稳预期力度。

表1 社零各大类增速比较

项目	必选消费	可选消费	地产后周期类	其他类
8 月同比增速（%）	4.75	6.45	3.26	-1.88
9 月同比增速（%）	5.02	6.54	2.19	0.11
增速环比改善（pct）	0.27	0.09	-1.07	+1.99

资料来源：wind，东海证券研究所

图11 不同类型社零同比增速



资料来源：wind，东海证券研究所

（3）具体品类分析：1>必选情况：饮料类同比承压，烟酒类增速环比改善最大。饮料类同比承压，同比为-0.8%、其余同比增长稳健，其中烟酒类同比增长 1.6%，环比提升 3.9pct，改善幅度最大。2>可选情况：金银珠宝类和体育、娱乐用品同比增速放缓。各品种同比增速均为正，增速环比回落明显，金银珠宝类和体育、娱乐用品增速环比下降 7.1pct 和 5.0pct。3>地产后周期：消费政策效应边际减弱。虽然家具类维持高增，同比增长 16.2%，但家用电器和音响器材类增速放缓，同比增长 3.3%，增速环比回落 11.0pct。4>其他：通讯器材类增长较好。通讯器材类增速亮眼，同比增长 16.2%，石油及制品类承压，同比下降 7.1%。

表2 社零数据细分小类增速比较

大类	小类	8 月同比增速	9 月同比增速	增速环比 (pct)
必选消费	粮油、食品类	5.8%	6.3%	0.5
	饮料类	2.8%	-0.8%	-3.6
	烟酒类	-2.3%	1.6%	3.9
	日用品类	7.7%	6.8%	-0.9
可选消费	服装鞋帽、针、纺织品类	3.1%	4.7%	1.6
	化妆品类	5.1%	8.6%	3.5
	金银珠宝类	16.8%	9.7%	-7.1
	体育、娱乐用品类	16.9%	11.9%	-5.0
地产后周期类	汽车类	0.8%	1.6%	0.8
	家用电器和音响器材类	14.3%	3.3%	-11.0
	建筑及装潢材料类	-0.7%	-0.1%	0.6
	家具类	18.6%	16.2%	-2.4
其他类	通讯器材类	7.3%	16.2%	8.9
	石油及制品类	-8.0%	-7.1%	0.9
	中西药品类	0.9%	1.9%	1.0
	文化办公用品类	14.2%	6.2%	-8.0

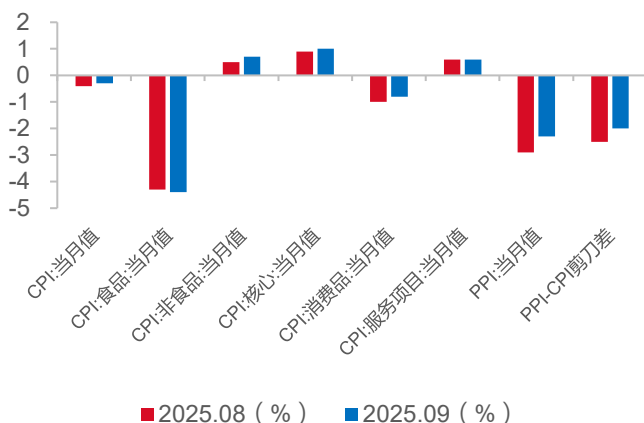
资料来源：wind，东海证券研究所

3.价格表现：CPI 同比下降，PPI 同比跌幅收窄

(1) 整体情况：CPI 同比下降，PPI 同比跌幅收窄，PPI-CPI 剪刀差缩小。1>9 月 CPI 同比下降。2025 年 9 月 CPI 同比下降 0.3% (环比+0.1pct)，主要受食品和能源价格下降影响。去掉食品、能源的核心 CPI 同比上涨 1.0% (环比+0.1pct)，涨幅连续 5 个月扩大，为近 19 个月以来涨幅首次回到 1%。2>食品同比下跌，非食品同比上涨。食品、非食品 CPI 分别同比-4.4% (环比-0.1pct)、同比+0.7%(环比+0.2pct)。3>消费品价格同比下降、服务同比上升。消费品 CPI 同比-0.8% (环比+0.2pct)，服务 CPI 同比+0.6% (环比持平)。4>PPI 同比跌幅收窄，PPI-CPI 剪刀差缩小。9 月 PPI 同比-2.3% (环比+0.6pct)，跌幅持续收窄，

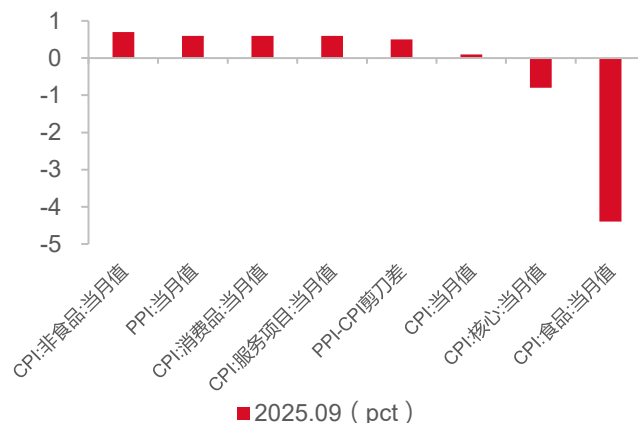
得益于宏观政策效果持续显现，煤炭加工、黑色金属冶炼和压延加工业等行业价格同比降幅持续收窄，9月PPI-CPI剪刀差为-2.0%(环比+0.5pct)。

图12 CPI及PPI当期值



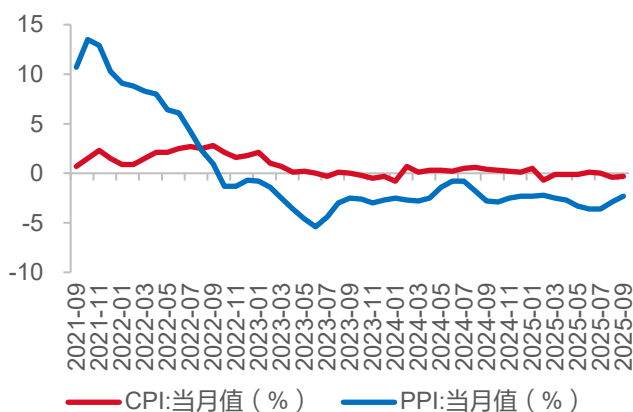
资料来源：wind，东海证券研究所

图13 CPI及PPI同比增速环比变化情况



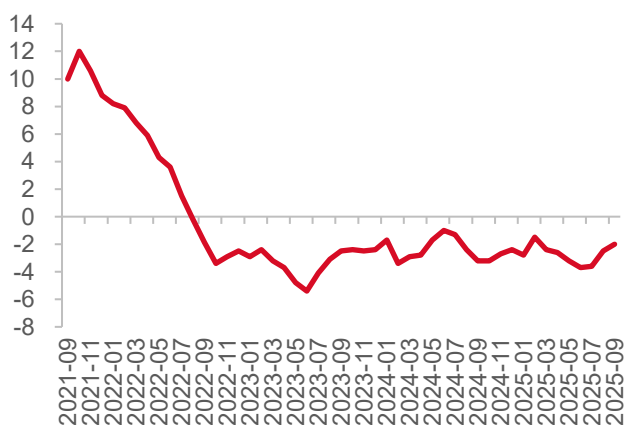
资料来源：wind，东海证券研究所

图14 CPI及PPI变化趋势



资料来源：wind，东海证券研究所

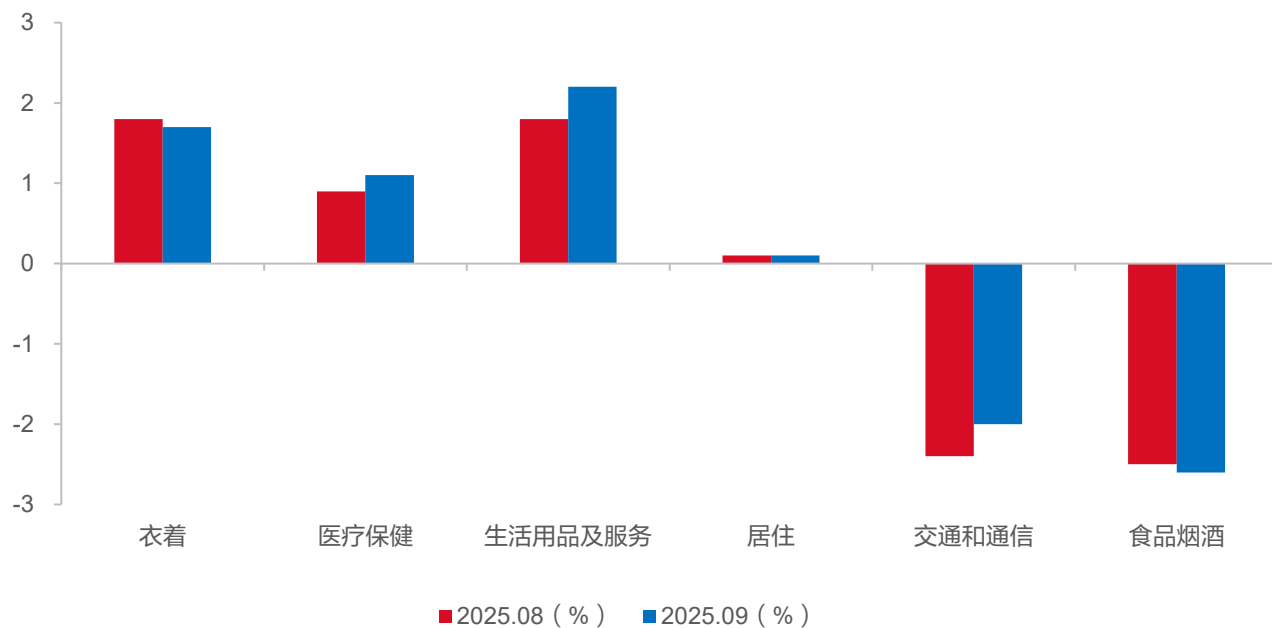
图15 PPI-CPI 剪刀差变化趋势(pct)



资料来源：wind，东海证券研究所

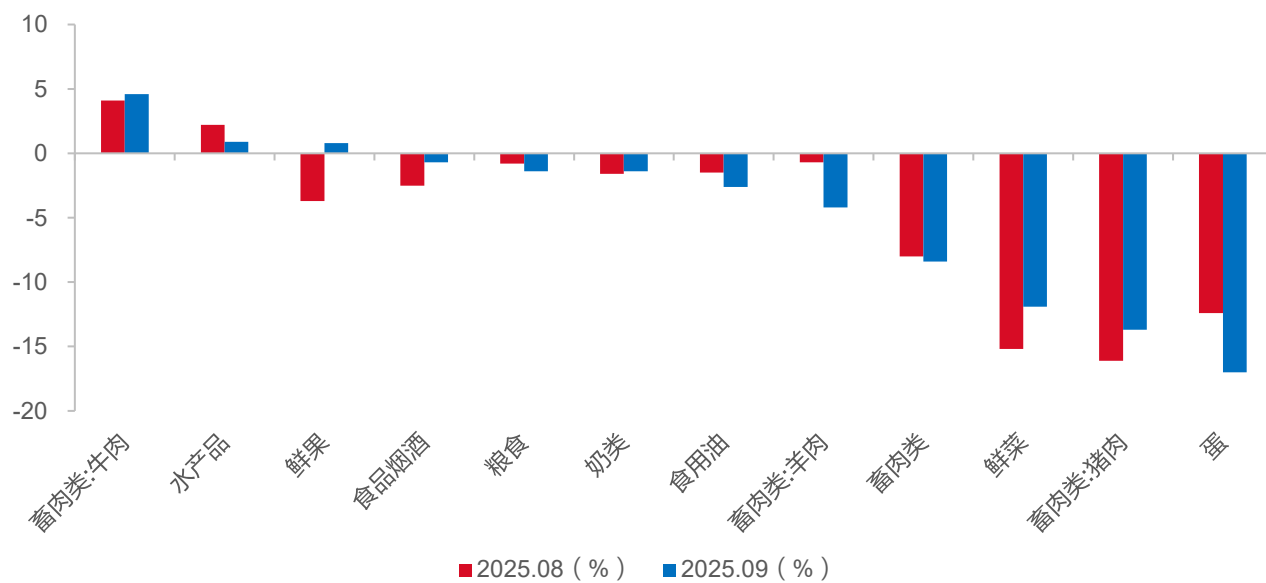
(2) 分品类：食品类持续下行，非食品同比价格五涨一跌。1>食品类：9月食品类价格同比下降4.4%，环比-0.1pct，其中猪肉和鲜菜为主要拖累项，分别同比-17.0%、-13.7%，影响CPI下降约0.26pct和0.35pct。2>非食品类：9月教育文化和娱乐、衣着、医疗保健、生活用品及服务、居住和交通通信分别同比+0.8%（环比-0.2pct）、+1.7%（环比-0.1pct）、+1.1%（环比+0.2pct）、+2.2%（环比+0.4pct）、+0.1%（环比持平）和-2.0%（环比+0.4pct）。

图16 分品类 CPI 当期值



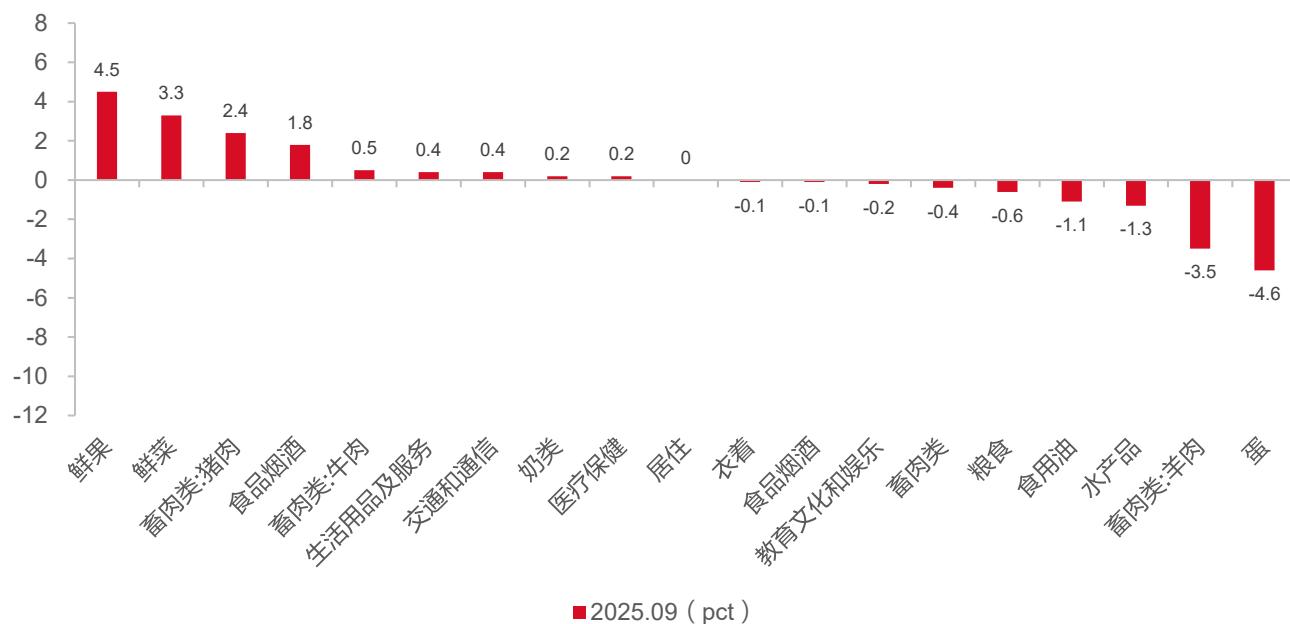
资料来源：wind，东海证券研究所

图17 食品类 CPI 当期值



资料来源：wind，东海证券研究所

图18 分品类 CPI 同比增速环比变化情况 (pct)

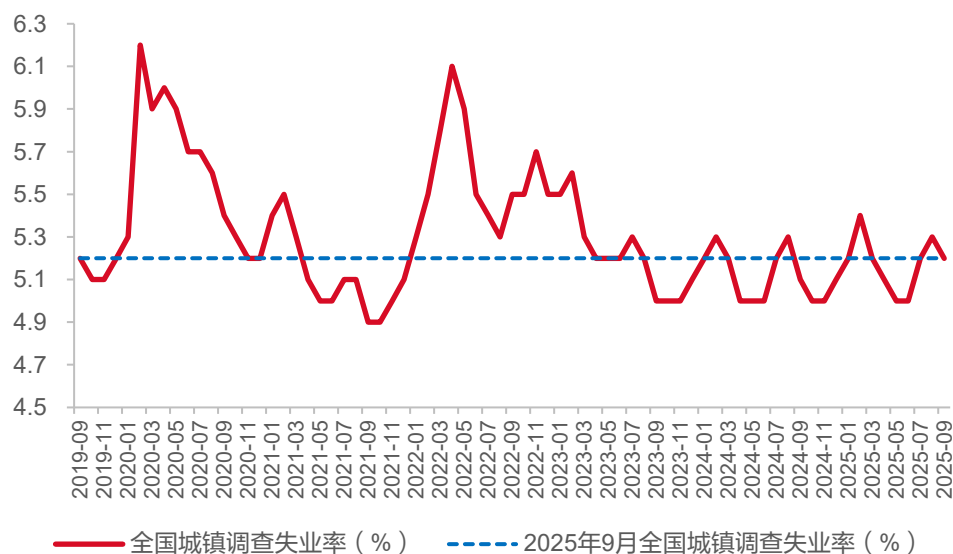


资料来源: wind, 东海证券研究所

4.就业情况: 9月失业率 5.2%, 就业总体平稳

(1) 整体情况: 失业率环比下降。失业率: 2025年9月全国城镇调查失业率 5.2%, 环比-0.1pct, 与2019年同期相比持平。

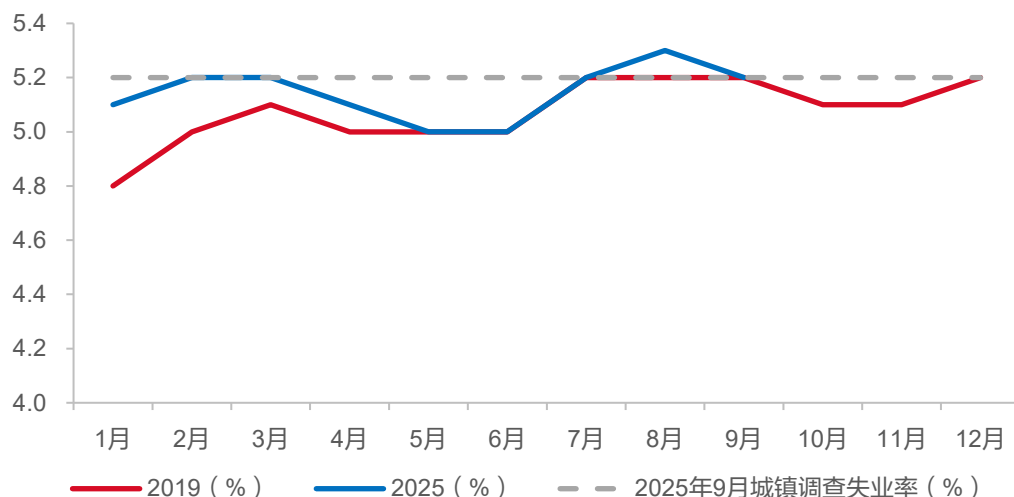
图19 2019年至今城镇调查失业率



资料来源: wind, 东海证券研究所

(2) 大城市失业率环比下降。2025年9月, 全国31个大城市城镇调查失业率 5.2%, 较上月环比-0.1pct, 与城镇调查失业率相同; 对比2019年同期持平。

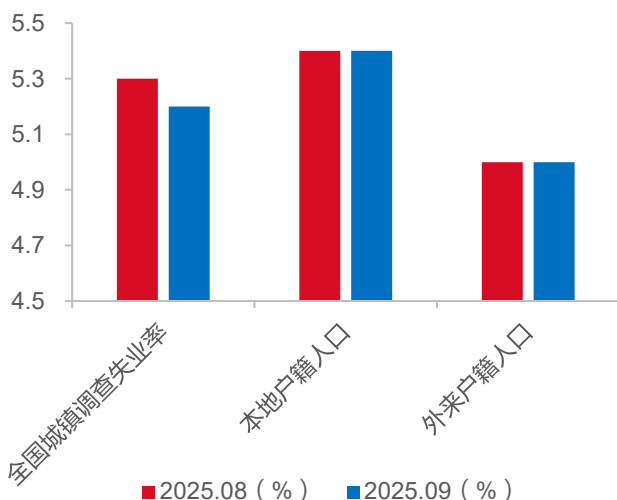
图20 31个大城市城镇调查失业率



资料来源：wind，东海证券研究所

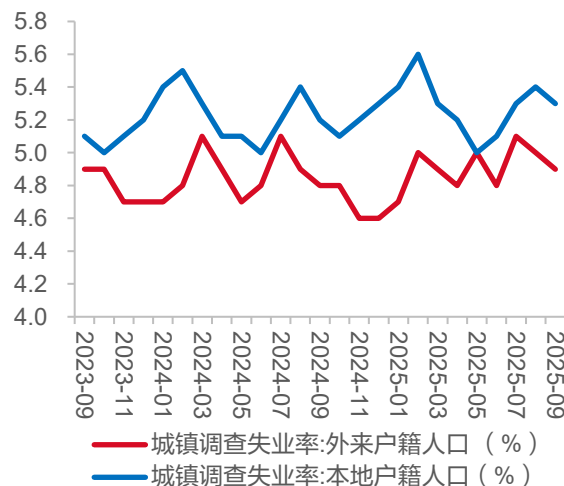
（3）按户籍结构：外来户籍劳动力失业率低于本地户籍。1>外来、本地户籍失业率均环比下降。2025年9月外来户籍人口失业率为4.9%，与上月环比-0.1pct，与去年同期相比上升0.1pct。本地户籍失业率为5.3%，与上月环比-0.1pct，高于去年同期0.1pct。2>农民工失业率环比持平。2025年9月外来农业户籍人口失业率4.7%，较上月环比持平，好于同期全国城镇调查失业率和外来大城市失业率。

图21 不同户籍城镇调查失业率



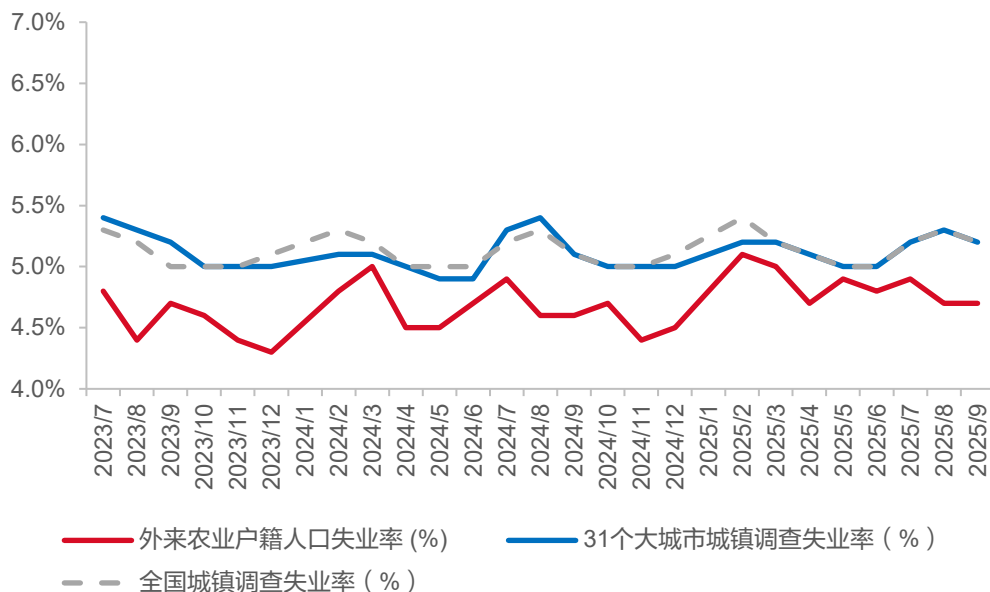
资料来源：wind，东海证券研究所

图22 2022年以来不同户籍城镇调查失业率



资料来源：wind，东海证券研究所

图23 农民工就业情况



资料来源：wind，东海证券研究所

5.投资建议

1) 9月社零烟酒类同比+1.6%，白酒逐渐筑底，当前白酒板块基本面预期较低，风险释放较为充分，关注行业持续调整后底部反弹机会。中长期来看，白酒行业竞争加剧，分化集中趋势不变，头部酒企在品牌壁垒和战略升级中不断扩大市场份额。个股建议关注高端酒和区域龙头。

2) 各电商“双十一”活动已开启，美容护理悦己属性强，Q4有望迎来边际改善；叠加国产替代化率不断提升，优质国货增长强劲，建议关注业绩确定性较强的核心龙头企业表现。

6.风险提示

(1) **消费回暖不及预期风险**：消费与宏观经济发展水平正相关，如果经济回暖不及预期，将影响企业生产经营和居民收入水平，最终导致消费力减弱。

(2) **政策力度不及预期**：政策从出台到基本面修复受多重因素影响，若企业盈利改善不及预期，将影响资本市场表现。

(3) **竞争加剧的影响**：在消费弱复苏的背景下，消费者更注重质价比，消费市场竞争愈发激烈，如果公司不能紧跟市场发展趋势，满足客户的需求变化，最终将影响业绩。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089